

宏观专题报告

2021 年 6 月 21 日

复苏不均平衡好转 全球货币政策分化

宏观经济 2021 半年报

核心内容:

分析师

许冬石
☎: (8610) 8357 4134
✉: xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130515030003

- **全球复苏不平衡在下半年持续，但不平衡有所缓解** (1) 新冠疫苗注射加速情况下，各国逐步放开交流，不平衡缓解。(2) 中国经济周期与全球经济周期不平衡缓解表现为中国经济逐步走平，发达经济体经济继续回升，发展中国家经济逐步修复。(3) 供给需求不平衡缓解 2021 年 3 月份发展中国家的生产开始加速，欧洲需求回暖，美国的消费高位平稳。下半年原材料生产国的生产速度仍然上行，全球的生产和需求不匹配会有所缓解。
- **全球货币拐点到来** 随着美联储对市场表态发生变化，美联储的货币拐点到来已经提上日程。中国早已进入货币紧缩阶段，预计“紧信用+稳定货币”持续全年。日本和欧洲仍然施行货币宽松。主要发达市场国家均发布货币政策路线图，而部分发达国家受到通胀的影响，货币紧缩已经施行。
- **全球通胀可控** 备受关注的全球通胀担忧可能仍然为时过早，全球主要国家的通胀水平仍然处于温和向上。受到疫情、疫苗、交通、物流等因素影响，部分产品供给和需求错位，部分地区的物价会快速上行，这种情况暂时并不能带来全球的通胀。这种需求和供给的错配可能会带来通胀短暂走高，但预计会很快平复。
- **中国下半年以调整经济结构为主 高增长预期回落** 经济持续高速增长的预期减弱，中国经济进入平稳运行阶段，内外需求会随着新冠疫情的控制进一步好转的预期在逐步减弱：(1) 国内需求修复力度持续低于预期；(2) 海外需求的增长回落，预期中海外经济恢复带来的需求增长并没有同步反应在海外需求订单中；(3) 高涨的生产增速回归至正常。
- **2021 年下半年资产表现** (1) 美元震荡中走强 美元走强可能仍然需要时间，美债和德债法债的利差在逐步走低，这会使得套息交易受挫。美元走强仍然在等待美联储进一步的信号；(2) 原油仍有上行动力，原油供给修复仍然低于需求修复速度，供给未改变前仍有上行动力；(3) 贵金属上涨趋势结束，黄金受利率和通胀影响，两方面因素均为展示趋势性的动态，黄金短时间以震荡为主，美联储调整联邦基金利率黄金才能开展趋势性下跌。(4) 有色金属有压力 中国工业生产会逐步回落，而美联储的收紧会越行越近；(5) 黑色系产品年后主要受到供给侧的影响带动价格大幅上行，下半年供给侧改革仍然会干扰市场，价格会随之波动；(6) 股票市场大幅震荡，经济周期有可能走缓、金融周期平稳的预期下，股票市场大概率震荡；(7) 债市可能迎来好时，光我国利率债来说，经济步入稳步下滑阶段，同时通胀预期下滑，债市的好时光就要到来。

主要风险：新冠疫情再暴发以及新冠疫苗失效的风险

目录

一、复苏的不均衡逐步好转 全球货币政策分化.....	3
二、全球经济不均衡开始好转.....	4
(一) 全球新冠疫情和疫苗注射速度.....	4
1、全球疫情点式爆发 各国解封速度不一.....	4
2、疫苗接种速度不同 下半年发达国家部分恢复交流.....	6
(二) 全球经济不平衡逐步收窄.....	7
1、中国经济周期与全球经济周期背离有所缓解.....	7
2、美欧之间经济增速差逐步缓解.....	8
3、供给和需求的不平衡缓解.....	8
三、全球货币拐点到来.....	10
(一) 美联储逐步走入货币紧缩.....	10
(二) 欧央行暂未有所收紧.....	12
(三) 中国央行收紧动作延续.....	12
(四) 主要发达国家货币收缩路线图.....	14
四、中国经济结构回归均衡 预期差逐步回落.....	15
(一) 中国高需求预期回落.....	15
1、消费增速持续低于预期.....	15
2、房地产受到政策打压.....	17
3、基建投资增速偏缓.....	19
(二) 海外需求对中国经济拉动的预期减弱.....	19
(三) 工业生产恢复至正常状态.....	20
五、下半年资产表现预期.....	21
(一) 美元震荡中走强.....	21
(二) 原油仍然有上行动力.....	22
(三) 贵金属上涨趋势结束.....	23
(四) 有色金属和黑色金属的逻辑链分化.....	23
(五) 股票市场大幅震荡.....	24
(六) 债市可能迎来好时光.....	24

一、复苏的不均衡逐步好转 全球货币政策分化

2021 年上半年，新冠疫情仍然在干扰经济，全球整体表现出了后疫情时期的特征。经济整体处于修复增长阶段，全球贸易有所上升。新冠疫苗接种速度的不同以及新冠疫情的控制不同带来了全球经济恢复速度的不同。各国需求和生产恢复速度的差别以及交通物流的不畅带来了全球供给和需求的不平衡，从而使得商品期货市场的预期更为混乱。各国经济修复的程度以及通胀预期下，各国的货币政策出现分化。全球物流链条、需求链条、供给链条均处于不平衡的状态。

这种复苏的不平衡状态会在下半年持续，但不平衡的程度会有所缓解，同时预期会更加稳定。新冠疫情仍然会干扰经济，但干扰的程度越来越弱，全球经济修复速度不减。IMF 在 4 月 23 日对全球经济进行预测，提高了全球经济增长速度 0.5 个百分点至 6.0%。发达国家的经济修复速度要快于发展中国家，主要源于美国大幅刺激经济计划的实施。

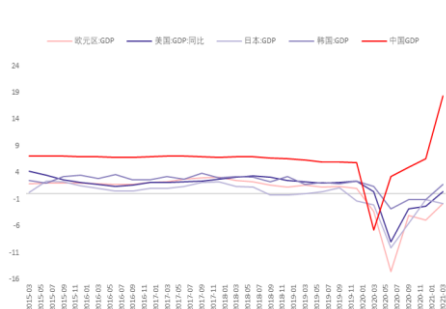
中国经济周期领先于全球经济周期，但节奏上已经有所背离。中国由于疫情控制力度较好，经济增速在全球处于领先地位。2020 年中国经济增速实现 2.3% 的经济增速，2021 年 1 季度 GDP 同比增速实现了 18.3%，中国经济增速在全球一枝独秀。中国经济和全球经济的背离会在下半年有所缓解，表现为中国经济逐步走平，发达经济体经济继续回升，发展中国家经济逐步修复。

中国经济走缓是因为我国货币政策已经转向，同时疫情期间其他国家的生产外溢效应逐步减弱。我国疫情期间对居民消费者的补贴较少，使得内需恢复速度偏慢。同时快速上行的原材料价格也阻碍了工厂的生产，同时下游并不能接受价格大幅上行。工厂生产订单走低表明内部需求的偏缓以及外部外溢需求的减弱。疫情期间我国经济复苏使得各部门增速并不均衡，下半年我国经济走缓也是经济再平衡的过程。

通胀预期上行直接影响了美联储的货币政策，已经使得部分新兴市场的货币政策转向。经济逐步复苏的过程中，发达国家央行退出的路线图已经逐步明晰，尤其是美联储的货币政策决议影响了全球货币进程。美国高涨的通胀预期以及明确的疫苗注册计划使得美联储退出货币宽松的时间临近，但预计退出的速度仍然是平缓的。美国及发达国家的央行收缩会带来全球市场风险下降，给新兴市场国家带来流动性压力。

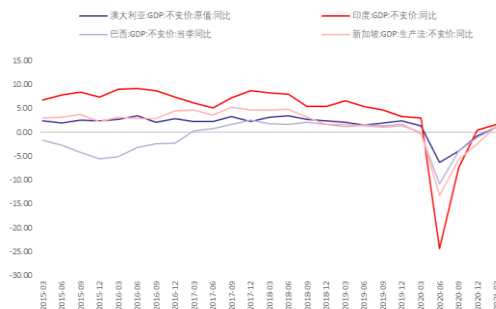
中国央行早在 2020 年就已经退出了疫情事情的货币政策，中国货币政策已经在逐步收紧的过程中。中国央行所面临的通胀压力较低，调结构、去杠杆、防风险、稳增长是央行需要考虑的事项。由于 2021 年上半年中国经济增长仍然保持较高的增速，稳增长压力并不大，而调结构、去杠杆和防风险会贯穿全年，中国央行紧信用和稳货币的会持续下半年。

图 1：发达国家 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：发展中国家 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、全球经济不均衡开始好转

新冠疫情已经爆发超过 1 年的时间，尽管克服新冠疫情的时间仍然不可知，但全球对新冠病毒更加了解。对新冠疫情的病例处理也越加成熟，同时新冠疫苗已经被多国采用。各国对新冠疫情的处理和疫苗的接种速度带来了全球经济的不平衡。同时各国对经济的财政和货币支持也不相同，使得各国经济恢复速度并不一致，这是全球经济不均衡的另一个重要原因。在经济恢复的速度方面，发达国家经济表现要好于发展中国家。世界银行预计，美国经济增速在今年会超过其疫情前的水平，其他发达国家市场预计经济在 2022 年恢复至疫情前水平，发展中国家和新兴市场国家经济完全恢复至疫情水平需要等到 2023 年。中国的经济增速修复速度最快，2020 年 4 季度中国的经济增速已经恢复至疫情前的水平。

新冠疫情仍然影响全球市场，这种情况 2021 年下半年仍然延续。随着新冠疫情的缓解和疫苗的注射，部分发达国家开始有条件的放开，全球“非交流”状态打破，经济的不平衡开始缓解。

（一）全球新冠疫情和疫苗注射速度

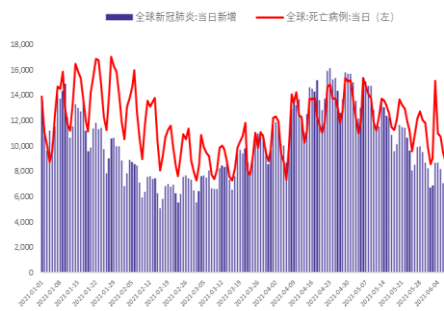
全球新冠疫情病例减少以及新冠疫苗的注射加快会带来经济的回暖。同时随着疫苗注射率的提高，全球经济不平衡的状况有所好转。2021 年上半年新冠疫情第二波爆发到来，进入 5 月份全球新冠疫情新增人数开始逐步下降。同时新冠疫苗的注射速度加快，美国以每天 100 万剂以上的速度接种疫苗，欧洲对新冠疫苗的接种也取得进展，中国 6 月份开始新冠疫苗接种速度加快，平均每天接种量达到 1700 万剂。6 月份全球的平均每日注射新冠疫苗量达到 3457 万剂。

基于此，从 5 月份开始部分发达国家已经开始有条件开放，开放以旅游业先行。全球受伤的旅游业会有所修复，各国之间经济的不平衡会逐步减缓。

1、全球疫情点式爆发 各国解封速度不一

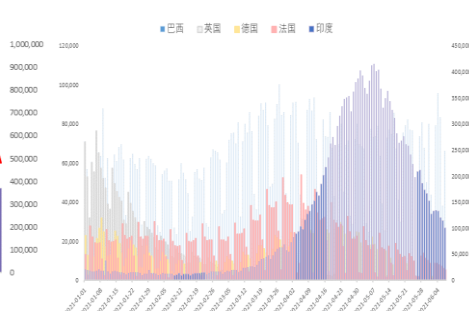
新冠疫情仍然在影响经济，2021 年上半年新冠疫情第二波爆发高峰到来。新冠疫情的变种病毒仍然在全球各地被发现，带来了疫情在各地的加重，各国为了遏制新冠疫情满意加强封锁。2021 年疫情爆发主要震中在欧洲，随后发展中国家如巴西、印度疫情也接力爆发。2020 年 12 月份由于英国发现新冠病毒变种毒株，英国宣布在多个地区提升防控级别，2021 年 1 月 4 日，英格兰地区宣布再次“封城”，1 月份上半月，英国每日新增新冠病毒病例达到 4.6 万例。3 月份开始，法国、德国等欧洲国家每日确诊新冠病情病例增加，3 月 20 日法国宣布首都巴黎将进入为期一个月的封锁状态，另外 15 个地区也将于当午夜起实施同样的封锁措施。意大利自 3 月 15 日起实施全国性的封锁，以应对第三波疫情冲击；德国决定将新一轮封锁时间延长。匈牙利已于 3 月 8 日起实施新一轮疫情防控措施，波兰则宣布，从 3 月 20 日起实施为期三周的封锁。4 月份新冠疫情印度爆发，印度单日确诊人数迅速攀升，单日确诊人数高峰达到 40 万人以上。而随着印度疫情的爆发，东南亚国家陆续封锁。新加坡实行“史上最严”封锁限制；马来西亚则在全国范围内重启行动管制令，全国封锁；越南则暂停外国人入境。

图 3：全球每日新增病例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：各国新增确诊病例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新冠病毒虽然仍然影响全球各国的边境开放和人员流动，但新冠病毒被证明是可控的，各国增加人员流动管控后，新增病例数会快速下滑。同时变种新冠病毒毒株虽然有更强的传播性，但新冠疫苗仍然具有保护性。剑桥大学临床微生物学教授 Ravi Gupta 称，疫苗大概率对重症感染和死亡有保护作用。

基于此，金融市场对新冠疫情的反应已经下滑。相对于 2020 年 3 月份，由于对疫情的认识更为清晰、对遏制新冠疫情的方法更为有效以及对新冠疫苗的信心。2021 年新冠疫情二次爆发以来金融市场对此反应并不强烈。1 月份欧洲股市因为经济封锁有所回调，但回调幅度有限。4 月份印度疫情爆发后，股市仅仅做出小幅的回调随即回升。

2021 年上半年各国的封锁措施主要针对大幅人员流动，并不针对生产。1 月份后德国的制造业 PMI 指数迅速跳升至 60.7%，并且逐月提高，法国制造业 PMI 指数 2 月份录得 56.1% 的增长，5 月份达到了 59.4%。印度制造业 PMI 指数 5 月份录得 50.8%，虽然比 4 月份回落，但整体仍然在荣枯线以上。

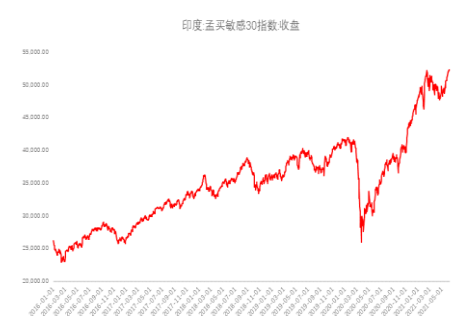
随着新增病例的减少，各国经济解封后，服务业迅速回升。5 月份德国和法国的服务业 PMI 指数分别上行至 56.6% 和 52.8%，随着封锁的逐步解封，服务业得到快速的回升。5 月份印度服务业 PMI 快速下跌至 46.4%，印度以及东南亚等国的封锁仍要持续 1-2 个月。

图 5：英国和德国股市



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：印度股市走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、疫苗接种速度不同 下半年发达国家部分恢复交流

全球各国新冠疫苗接种速度并不相同，总体来说欧美接种速度较快，发展中国家和新兴市场国家接种相对较慢。全球来看，百人新冠疫苗接种剂次仅有 28.4，由于新冠疫苗普遍为 2 剂次，也即是全球每百人仅有 14 人完成新冠疫苗接种。新兴市场国家接种剂次普遍不到 20 剂次，欧洲百人接种新冠疫苗在 60 剂次左右，美国每百人完成接种 90.8 剂次，全球完成剂次最高的国家是阿联酋，每百人完成接种 133.7 剂次。

按照现有接种速度线性外推，美国和欧洲有望在 9 月份完成新冠疫苗 70% 的注射率。英国有望在 7 月份完成疫苗接种 70%，9 月份完成 90%，而中国会在 8 月份完成全民接种 70%。从实际情况来看，疫苗接种速度可能低于预期。中国国家卫健委人士接受《财经》记者采访时称，争取到 10 月接种率达 75%-80%。4 月份美国总统拜登演讲时宣称政府计划在 7 月份完成 70% 的新冠疫苗接种率，同一时间，德国总统默克尔也表示德国将在夏天结束之前完成新冠疫苗接种。

图 7：每百人新冠疫苗接种剂次

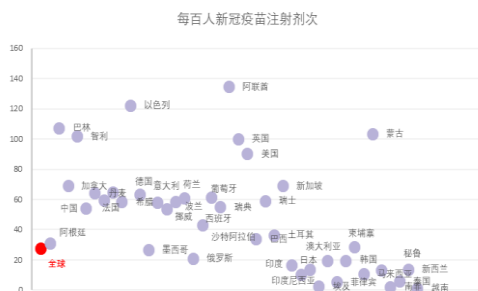
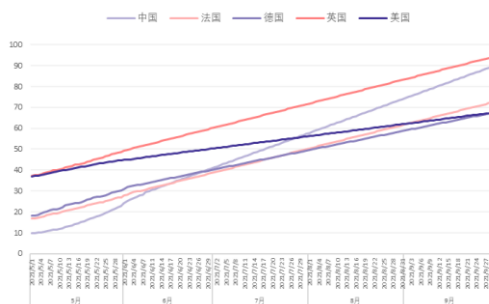


图 8：新冠疫苗接种完成率预测 (%)



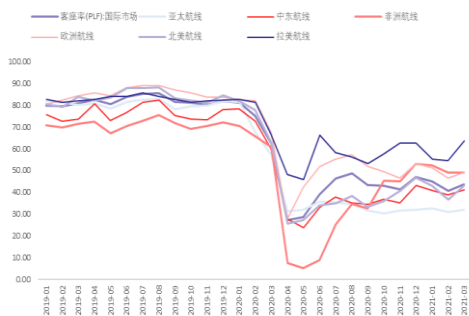
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

对疫苗接种较为乐观的国家有望在下半年恢复和其他国家有条件的往来，尤其是沉寂的旅游行业开始开放。意大利 5 月 16 日正式对部分国家的游客开放边境，意大利旅游部长马西莫·加拉瓦利亚表示，从 6 月中旬开始，已接种疫苗的游客将能够在欧洲自由旅行，绿色通行证将完全开放。法国自 5 月 19 日起开始第二阶段“解封”，届时餐馆和咖啡馆的露台也将恢复开放。德国卫生部长史巴恩（Jens Spahn）鼓励各邦政府应继续放宽防疫限制，尤其是针对户外活动。葡萄牙政府宣布自 5 月 17 日起，将放宽针对大多数欧盟国家/地区旅行者的入境规定。英国民众从 5 月 15 日起可以“跨境度假”，前往个别疫情低风险国家。5 月 14 日起，希腊将逐步对已接种新冠疫苗、或已产生抗体、或病毒测试结果为阴性的三类游客开放旅游，且对持欧盟“绿色通行证”的入境者取消 7 天隔离要求。在亚洲印度疫情爆发的情况下，泰国政府正式批准普吉岛 7 月 1 日起向外籍游客开放。

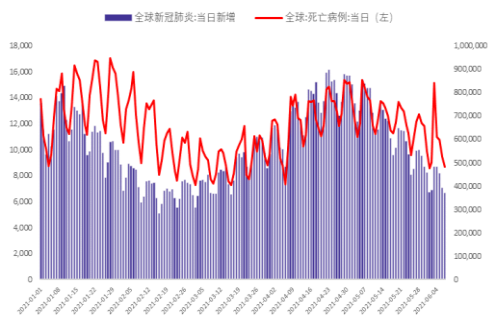
全球恢复至疫情前的水平仍然有困难，随着 9-10 月份疫苗注射率提升，全球交流开始缓慢恢复。世卫组织预测全球完成疫苗注射至少需要到 2023 年，2021 年下半年疫苗注射率较高的国家会开始恢复接触。疫苗注射水平决定了全球各国的开放水平以及各国内部经济复苏的水平，也决定了国际交流的水平。

图 9：国际航线客座率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：全球每日新增病例 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二） 全球经济不平衡逐步收窄

1、 中国经济周期与全球经济周期背离有所缓解

现阶段，全球经济增长逻辑以疫情修复为主。由于疫情控制速度不同，中国经济周期与全球经济周期出现了背离。2020 年由于新冠疫情最先在我国爆发，中国经济回落和见底快于其他国家。同时中国对疫情严格的管控，施行保生产控出行，使得疫情爆发后中国的生产订单快速上行。这部分订单来自于医疗器械、纺织品、电子产品、电气机械产品等，主要是国外生产和物流暂停后，我国生产对全球的补充。2020 年下半年中国经济加速恢复，4 季度工业生产创出新高，同时出口增速和出口额也创出历史新高。

全球经济的复苏自 2020 年下半年开始，2021 年上半年全球的生产继续快速上行。中国的生产增速逐步回归平稳，而全球其他国家工业生产景气度仍然较高，尤其是疫苗注射率较快的美国和欧洲工业生产先行指数处于高位。

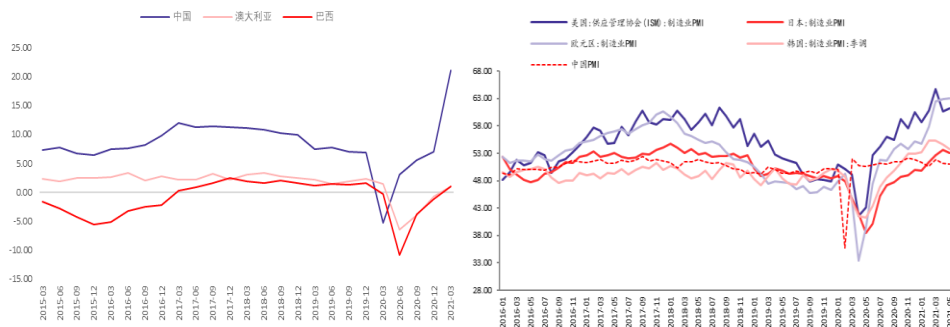
中国经济周期与全球经济周期的背离主要是由于新冠疫情带来的，随着新冠疫情的缓解，各国的经济随之好转，中国与全球的经济周期差距有所减弱。中国内部需求带动资源国经济上行，从而带动全球经济景气度上行在本次疫情中被打破。

下半年我国经济周期与全球经济周期仍然不是同步运行。中国经济周期下半年主要看内需的修复情况，但生产高峰已过，下半年处于平稳或小幅下滑的状态。美国的经济周期仍然在上行过程中，欧洲也处于疫情修复中。其他生产国如越南、马来西亚、韩国等经济仍然受益于全球经济回暖。

需要注意到，我国经济也受益于全球回暖，但这种受益可能低于全球订单的回归。全球生产逐步修复的过程中，医疗器械、纺织服装等订单下滑。这种情况已经在出口中有所体现，我国出口额仍然处于较高的水平，但是出口环比增速增长不再，意味着我国出口增速高峰已过。

图 11：中国和发达国家 GDP 增速 (%)

图 12：各国 PMI 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、 美欧之间经济增速差逐步缓解

美国和欧洲的经济增速是直接影响了美元指数走势的重要原因, 6 月份美国和欧洲的经济差值有所收窄, 主要是欧洲经济增速加快。5 月份开始欧洲对经济的限制逐步放开, 欧洲的经济增速上行, 除不断上行的制造业以外, 服务业的增长回升。虽然服务业仍然没有恢复至疫情前的状态, 但欧洲的经济回升速度加快。美国的经济增长仍然较为强势, 但 ERIC 先行指数已经开始下行, 美国增长动力会逐步回落。从 ZEW 指数来看, 6 月份美国的经济指数为 43.5, 而欧元区的经济指数仅有 -24.4, 但双方的经济差值比上月降低。

欧元区下半年经济增长会不断上行, 预计经济指数会恢复正值, 美欧之间的经济增速差逐步缓解。美欧之间的经济增速差缓解, 意味着欧洲相对于美国的经济增速优势减弱, 在一个方面会使得欧元对美元的优势有所下滑。

图 13: 美国和欧洲经济指数差值 (%)

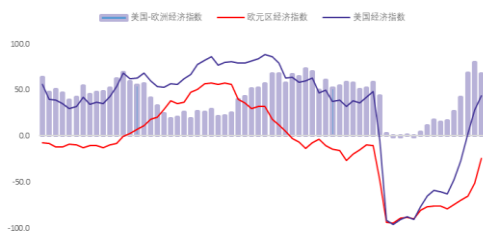
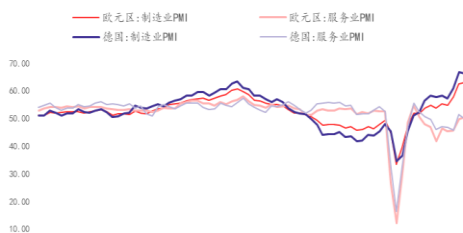


图 14: 欧洲 PMI 指数 (%)



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20292

